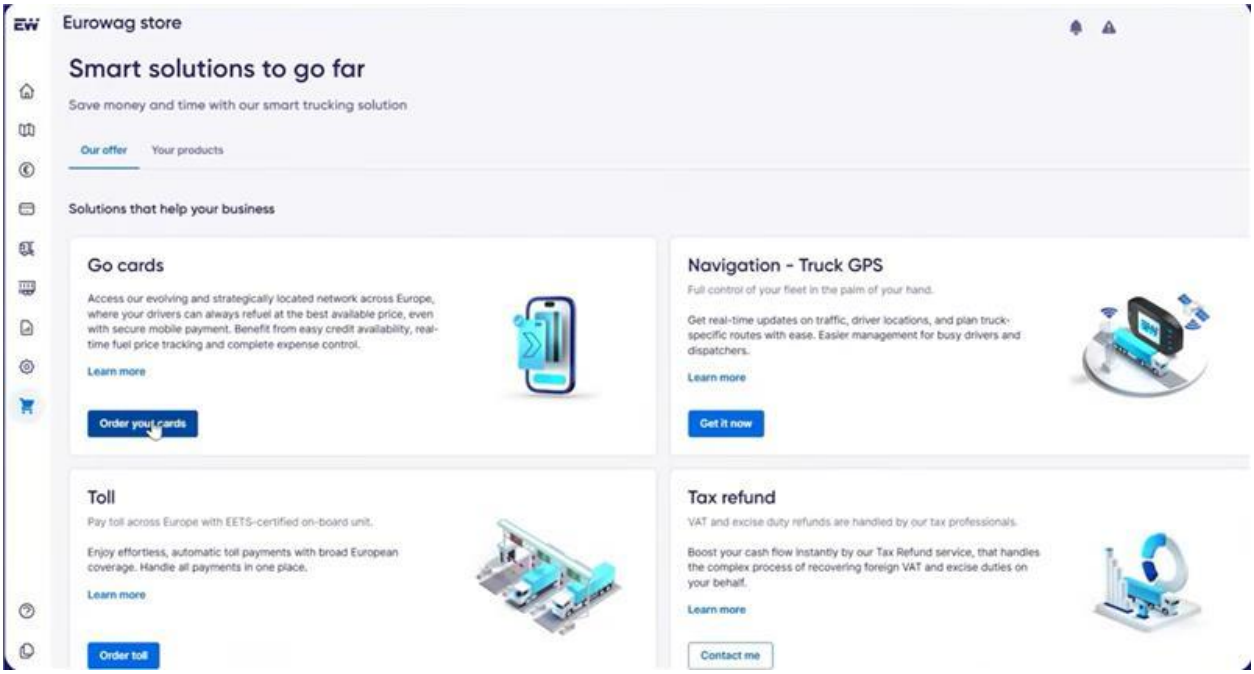
Eurowag: Az üzemanyagkártyáktól a fuvarozók digitális platformjáig

Aki dolgozott már a közúti fuvarozás közelében, jó eséllyel találkozott az Eurowag nevével. A vállalatot a legtöbben továbbra is az üzemanyagkártyás és útdíjfizetési szolgáltatásairól ismerik, a történet azonban ma már jóval túlmutat ezen. Az elmúlt években felvásárlásokkal és saját fejlesztésekkel egy olyan platformot építettek fel, amely a tankolástól és útdíjfizetéstől kezdve a navigáción, flottamenedzsmenten és munkaidő-kezelésen át egészen a pénzügyi szolgáltatásokig több kritikus funkciót kapcsol össze. Ennek központi eleme az Eurowag Office. A kérdés már nem elsősorban az, hogy mennyi üzemanyagot értékesít a társaság, hanem az, hogy a felépített rendszer képes-e tartósan magasabb bevételt, cash flow-t és ügyfelenkénti értéket termelni. Ebben a folyamatban a 2026-os év különösen fontos, hiszen az ügyfélmigráció nagy része már megtörtént, a hangsúly pedig fokozatosan a skálázásra és a monetizációra kerül.



Forrás: Eurowag

A probléma, amit a Eurowag szeretne megoldani

Az európai közúti fuvarozási piac rendkívül széttagolt és digitalizációs szempontból még mindig fejletlen. A vállalat adatai szerint a szereplők több mint 90%-a kis- és középvállalkozás, miközben a kontinensen több mint 6,5 millió kamion közlekedik. Az Eurowag elsődleges célcsoportját éppen ezek a vállalkozások jelentik. A szektor alacsony haszonkulcsokkal működik, a likviditás pedig

állandó kihívást jelent, mivel az üzemanyag- és útdíjköltségek azonnal felmerülnek, a fuvarok ellenértéke viszont gyakran csak 30-60 nappal később érkezik meg. A vállalat eredetileg erre a problémára kínált finanszírozási megoldást. Egy kisebb fuvarozó közben számos különböző rendszert használhat a napi működéshez, miközben egyetlen fuvar több mint harminc adminisztratív feladatot generál. Az Eurowag becslése szerint egy integrált környezet akár 50%-kal mérsékelheti az adminisztrációt és 10%-kal a működési költségeket. A stratégia lényege ezért nem pusztán több szolgáltatás értékesítése ugyanannak az ügyfélnek. A cél az, hogy ezeket egyetlen munkafolyamatba integrálja.

Ebben kulcsszerepet kap a Eurowag Office, illetve az elmúlt években felvásárolt technológiák egységes platformra történő migrációja. A saját menedzsmentjegyzeteink szerint a vállalat korábban mintegy 20 különböző rendszerrel működött, miközben a stratégia középpontjába az egységes platform és a navigáció kerül. Ez azért fontos, mert ebben az esetben az egy ügyfélre jutó termékszám növelése már nem egyszerű keresztértékesítés. Minél több kritikus funkciót használ ugyanazon a felületen egy fuvarozó, annál mélyebben épül be az Eurowag a napi működésébe.

Az Eurowag szerint a jelenleg kiszolgálható piac körülbelül 10 milliárd euró, amely a szolgáltatási kör bővülésével hosszabb távon akár 25 milliárd euróra nőhet

Növekedési előrejelzési modell

A vállalat szerint Európában jelenleg 6,7 millió kamion teljesít szolgálatot. Az Eurowag szolgáltatását jelenleg 330 ezer kamion használja, vagyis 4,9%-os penetrációja van.
A vállalat 2025-ben 330 millió EUR nettó árbevételt generált (az értékesített üzemanyagon csak a marzzsal számolva), ami kamiononként 1000 EUR/év (~ 83 EUR/hó) nettó bevételre jön ki.

Értesüléseink alapján, az Eurowag Office havidíja nagyságrendileg 80 EUR / hó lesz kamiononként, azonban az nem tiszta egyelőre, hogy az üzemanyag és útdíjfizetési bevétel ezen felül keletkezik-e. Valószínűleg igen, azonban a konzervatizmus kedvéért, a modell 80 EUR/hó /kamion teljes bevétellel számol 2025-től, melyet évente inflációval (2%) illetve a keresztértékesítés hatásával (2%) növelt. Így 2030-ra 100 EUR, illetve 2035-re pedig 120 EUR/hó/kamion teljes bevétellel kalkulál.

Az egymillió kamionos mérföldkő

A menedzsment által kommunikált cél ugyanis 1 millió kamion 2031-re. Ha az európai kamionállomány évente 2% növekszik, akkor ez 2031-re 13,3% penetrációt jelent. Ezt a trendet kivetítve a cég elérné az 1,36 millió kamiont 2035-re vagyis 16,7%-os penetrációt. Az így kapott nettó árbevétel 2031-re elérné az 1,24 milliárd EUR-t és 2035-re pedig az 1,97 milliárd EUR-t, amely a 2025-ben elért 330 millió EUR árbevételről évente körülbelül 19,8% növekedést jelentene, ami egy nagyon agresszív növekedési ütemnek felel meg.

Az EBITDA (profit kamat, adósság és értékcsökkenési leírás előtt) haszonkulcs a modellben a 39,3%-ról (2025) 45%-ra javul 2035-re a méretgazdaságosság miatt, vagyis így elérve a 888 millió EUR EBITDA-t, ami a 127 millió EUR (2025) eredményről évente 21,5% növekedést jelent.

A 2026-os 36%-os EBITDA – free cash flow konverzióról 50%-ra javul a beruházások megtérülése miatt 2035-re, így elérve a 444 millió EUR free cash flowt a 2026-os 58 millió EUR -ról ami 22,5%-os éves növekedésnek felel meg. Az integráció után a korábbi nagyszabású felvásárlások visszalassulása várható, így a modell évente a megtermelt szabad cash flow 25%-ával számol akvizíciós kiadással.

BASE CASE

Year	EU trucks	WAG trucks	Penetration	Net rev./truck	Net revenue	EBITDA/Net revenue	EBITDA	FCF conv.	FCF before M&A	Acq. spend %	FCF after acquisitions
2025	6 700 000	330 000	4,9%	€980	€323,4	39,30%	€127,1	103,3%	€131,2	1,5%	€129,2
2026	6 834 000	396 974	5,8%	€1 019	€404,6	39,90%	€161,4	36,0%	€58,1	25,0%	€43,6
2027	6 970 680	477 539	6,9%	€1 060	€506,2	40,40%	€204,5	37,6%	€76,8	25,0%	€57,6
2028	7 110 094	574 456	8,1%	€1 102	€633,3	41,00%	€259,6	39,1%	€101,5	25,0%	€76,2
2029	7 252 295	691 042	9,5%	€1 146	€792,3	41,60%	€329,6	40,7%	€134,0	25,0%	€100,5
2030	7 397 341	831 290	11,2%	€1 192	€991,2	42,20%	€418,3	42,2%	€176,6	25,0%	€132,5
2031	7 545 288	1 000 000	13,3%	€1 240	€1 240,0	42,70%	€529,5	43,8%	€231,8	25,0%	€173,8
2032	7 696 194	1 080 000	14,0%	€1 290	€1 392,8	43,30%	€603,1	45,3%	€273,4	25,0%	€205,0
2033	7 850 118	1 166 400	14,9%	€1 341	€1 564,4	43,90%	€686,8	46,9%	€322,0	25,0%	€241,5
2034	8 007 120	1 259 712	15,7%	€1 395	€1 757,1	44,40%	€780,2	48,4%	€377,9	25,0%	€283,5
2035	8 167 263	1 360 489	16,7%	€1 451	€1 973,6	45,00%	€888,1	50,0%	€444,1	25,0%	€333,0
					19,83%		21,46%				

A menedzsment 1 millió kamion célkitűzését kulcsfontosságú referenciának tekinti a modell. Vagyis a modell legfontosabb kérdése valójában nem az, hogy:

> *„Képes-e a Eurowag tíz éven keresztül 20%-kal növelni az árbevételét?”*

hanem az, hogy:

> „Képes-e a vállalat a jelenlegi, viszonylag alacsony európai penetrációját radikálisan növelni, miközben az egy kamionról realizált bevétel is emelkedik?”

Ez sokkal jobb módja a befektetési tézis tesztelésének.

Miért lehet erre esélye?

A növekedés nem kizárólag új ügyfelek megszerzéséből származhat. Az egyik motor az új kamionok megszerzése, a másik pedig a meglévő ügyfelek mélyebb monetizációja. A Eurowag célja, hogy az egyetlen szolgáltatást használó ügyfélből fokozatosan többtermékes platformügyfél legyen. Ha egy fuvarozó a navigációt, az üzemanyag-vásárlást, az útdíjat, a flottamenedzsmentet és más szolgáltatásokat ugyanazon ökoszisztémán keresztül használja, akkor az egy kamionra jutó bevétel emelkedhet, miközben az ügyfélkapcsolat potenciálisan sokkal hozzá láncoltabbá válik.

Különösen érdekesnek tartottuk korábban az OEM-csatornát. A vállalat válasza szerint navigációs szoftvere OEM dashboardokra előtelepítve is megjelenhet a legnagyobb európai kamiongyártóknál, mint az IVECO, Volvo és MAN. Ezek a vevők előre engedélyezett Eurowag Office felhasználót is kapnak egy minimális üzemanyag-finanszírozási limittel. Ha ez nagy méretben működik, az potenciálisan jelentős új ügyfélszerzési csatornát jelenthet a platform számára. Valamint ezen gyártók disztribútoraival tárgyalnak, hogy minden eladott kamionhoz Eurowag üzemanyagkártyát is értékesítsenek a vevőnek.

Az Eurowag folyamatosan törekszik a technológiai innovációra. Erre jó példa, hogy az AI-t integráltak az Eurowag Office platformba, az úti költségek tervezése érdekében. Ennek segítségével, a fuvarozó pontosabban ki tudja kalkulálni a költségeit árajánlat adásakor, ami egy alacsony haszonkulccsal működő kis- és közepes vállalkozásnak kritikusan fontos.
Mivel az Eurowagnak lesz a legnagyobb összesített adatbázisa az európai fuvarozásról, ezeket az adatokat felhasználhatják saját AI- megoldások kifejlesztésére, vagy később pont emiatt az adatbázis miatt maguk is felvásárlási célpont lehetnek.

Árazás és fair érték

A fenti előrejelzések alapján elkészítettük a diszkontált szabad cash flow alapú vállalatértékelési modellt. Az Eurowag jelenlegi piaci kapitalizációja 851 millió EUR, a vállalati teljes értéke (Enterprise Value= piaci kapitalizáció + nettó adósság) pedig 1,12 milliárd EUR. A 2026-ra számolt EBITDA-val 6,9-es EV/EBITDA mutatón kereskedik.

A konzervatizmus érdekében a modell a további felvásárlásokra fordított tőkét levonja az előrejelzett szabad cash flowból, és a felvásárlásokat szükségesnek tekinti a menedzsment növekedési céljanak elérése érdekében.

A 10 éves periódus végén 10-szeres EV/EBITDA kimeneteli árazással kalkulál, mely szintén konzervatívnak tekinthető egy addigra Európában vezető, integrált, rendszerdíj-alapú platform megoldás esetében. A saját tőkén egyszerűsítve 10% elvárt hozammal, az adósságon pedig 6,3%-os költséggel számol, így a súlyozott átlagos tőkeköltség 8,5%.

Ha a menedzsment kitűzött céljai teljesülnek és az Eurowag sikerrel jár a küldetésében, a részvényben rejlő felértékelődési potenciál jelentős lehet. A fenti előrejelzés alapján a becsült fair részvényár 6,55 GBP (655 penny) szemben a jelenlegi 1,02 GBP (102 penny) piaci értékkel.
Ha az előrejelzett 10 éves periódusra számítjuk a részvény átlagos éves növekedési ütemét az 31,7%, szemben a részvénypiacok hosszú távú évi 8-12% -val. Ez jól illusztrálja, hogy az Eurowag sikeressége esetén a papír jelentősen felül tudja teljesíteni a piacokat a 10 éves periódus során.

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Net Revenue	€323,4	€404,6	€506,2	€633,3	€792,3	€991,2	€1 240,0	€1 392,8	€1 564,4	€1 757,1	€1 973,6
EBITDA	€127,1	€161,4	€204,5	€259,6	€329,6	€418,3	€529,5	€603,1	€686,8	€780,2	€888,1
FCF AFTER M&A	€129,2	€43,6	€57,6	€76,2	€100,5	€132,5	€173,8	€205,0	€241,5	€283,5	€333,0
DISCOUNTED FCF		*€40,2*	*€48,9*	*€59,6*	*€72,5*	*€88,1*	*€106,5*	*€115,8*	*€125,7*	*€135,9*	*€147,2*
IRR	*-€851,7*	*€43,6*	*€57,6*	*€76,2*	*€100,5*	*€132,5*	*€173,8*	*€205,0*	*€241,5*	*€283,5*	*€8 941,2*

	COST	WEIGHT
COST OF DEBT	6,30%	40,30%
COST OF EQUITY	10%	59,70%
WACC	**8,5%**	

MARKET CAP	€851,7
EV	€1 124,6
NET DEBT	€272,9
EV/EBITDA	6,9663
TERMINAL EV/EBITDA	10
TERMINAL EV	€8 881,1
TERMINAL EV PV	€3 924,8
TERMINAL EQUITY	€3 651,9
SUM OF DCF	€940,3
TOTAL VALUE	€4 592,2
NUMBER OF SHARES	701,317
FAIR PRICE	**6,55 GBP**
LAST PRICE	**1,02 GBP**

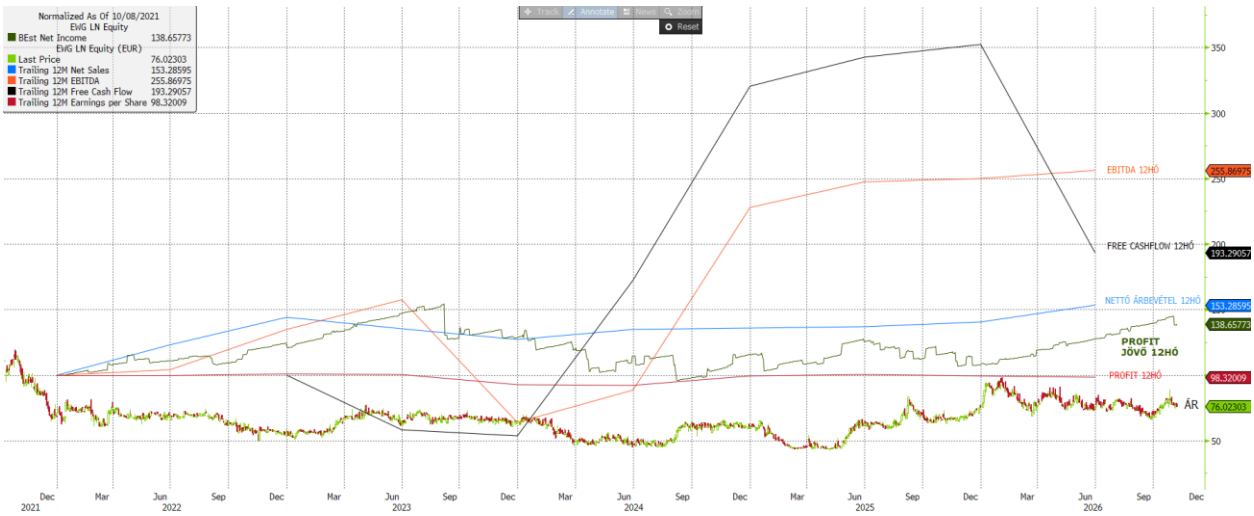
IRR	**31,7%**

Az Eurowag 2021 október 18-án került listázásra a Londoni tőzsdén. Azóta az árfolyam 24%-kal lejjebb van, az elelmúlt 12 havi EBITDA 155%-kal, a Szabad cash flow 98%-kal a nettó árbevétel 53%-kal, a következő évre várt profitok 38%-kal magasabban, az elelmúlt 12 havi profitok pedig nagyjából ugyanazon a szinten vannak.

Ezt többféleképpen szükséges értelmezni: A részvény a fundamentumokhoz és a megtermelt eredményhez képest most jóval kedvezőbb árazáson van, mint a kibocsátáskor. Ebből az is következik, hogy mivel most a jelenleg megtermelt eredményhez képest fair érték körül forog, a cég tőzsdére jövetelekor nagy növekedési várakozásokat is tartalmazott a részvényár, szemben a jelenlegi helyzettel. Ezt jól mutatja a kibocsátás időzítése, mely a 2021-es tőzsdei buborék és kibocsátási hullám végén zajlott. Valószínűleg, a befektetők alábecsültek a platformépítés kifutási

idejét, és azonnali nagy növekedést vártak, amíg végül öt év kellett hozzá, hogy a platform elkészüljön és az ügyfelek nagy része felkerüljön. Azonban ez a folyamat most befejeződni látszik, a növekedési várakozások kiárazódtak, így a jelenlegi helyzet optimális beszállónak mutatkozik.

Az eredmények 2024 eleje óta állnak növekvő pályán (a nettó profit kivételével). Amit fontos kiemelni, hogy a következő 12 hónapra várt profit az idei év eleje óta emelkedik, viszont az elmúlt 12 hónap profitjai 2025 eleje óta stagnálnak. A múltban többször láttunk olyan periódust, hogy a profitvárakozások elkezdtek nőni, de végül a vállalat nem teljesítette be a várakozásokat, az intenzív akvizíciók és platformberuházások költségei miatt. Így kritikus lesz figyelni, hogy a növekedő várakozásokat a vállalat tényleg tudja-e szállítani nettó profit szinten is, amihez az szükséges, hogy a múltbeli intenzív beruházási és felvásárlási időszak lelassuljon, és a monetizációs fázis elkezdődjön.



Kockázati elemzés

Fontos megjegyezni, hogy a menedzsment célkitűzését és a vállalat sikerességét nem szabad bizonyosságként kezelni, így a fenti árazás inkább felértékelődési potenciált jelent abban az esetben, ha a vállalat sikerrel jár. Ezért a felértékelődési potenciálért befektetőként kockázatot vállalunk. A kockázat megítélésekor fontos figyelembe vennünk a vállalat finanszírozási struktúráját, a piaci pozíció védhetőségét, illetve a menedzsment hitelességét.

Warren Buffett szerint a kockázat valójában annak az esélye, hogy a befektetés hosszú távon veszteséges lesz, vagy alulteljesít. Emiatt a kockázat egyik fő mozgatórugója az árazás. A vállalat jelenlegi 6,9 EV/EBITDA árazása fair érték körül lehet akkor is, ha az Eurowag nem képes érdemben növelni az ügyfélbázisát. Ez csökkenti a befektetésel kapcsolatos kockázatokat.

A cég a 2023-as Inaelo felvásárlás érdekében nagy adósságot halmozott fel, így az adósság/saját tőke aránya 143%. A felvásárlás stratégiai szinten fontos volt a platform kiépítés érdekében, de nagy méretű volt a cég akkori eredményeihez képest, így alapvetően magasabb kockázati szintet jelent.

Azonban mivel a 364 millió EUR adósság mellett 92 millió EUR pénzeszközt is tart, a nettó adósság /EBITDA aránya 1,75, ami viszont azt jelenti, hogy a nettó adósság a megtermelt eredmény által jól fedezett, és csökkenti a finanszírozási szerkezet okozta kockázatokat.

Mivel az Eurowag Office célja, hogy mélyen a fuvarozói üzletmenetbe integrálva legyen, gyakorlatilag működési szempontból kritikus, nagyon nehezen lecserélhető platformmá szeretnének válni. Ezért, ahogy a platformmegoldás egyre érettebb fázisba kerül, a piaci pozíció védhetősége is egyre inkább javul, vagyis csökken a piaci pozíció elvesztése miatti kockázat.

	Holder Name	Portfolio Name	Source	Opt	Position	% Out	Latest Chg	File Dt
			All	All				
1.	Couverina Business SRO		REG		193,419,103	27.79	0	10/20/26
2.	Vohanka Martin		REG		135,775,918	19.51	0	10/20/26
3.	Pale Fire Capital Investicni Spolecnost AS		RNS-MAJ		87,934,928	12.64	45,908,090	10/23/26
4.	Alantra Partners SA		ULT-AGG		34,694,363	4.99	0	10/20/26
5.	KBC Group NV		ULT-AGG		25,571,553	3.67	79,783	10/20/26
6.	Slater Investments Ltd	Multiple Portfolios	REG		12,464,475	1.79	0	10/20/26
7.	I FAMILY INVEST TRUST LTD		REG		9,502,663	1.37	0	10/20/26
8.	Brewin Dolphin Holdings Ltd		ULT-AGG		9,157,819	1.32	0	10/20/26
9.	Mirae Asset Financial Group		ULT-AGG		8,481,267	1.22	-152,680	11/04/26
10.	Conseq Investment Management AS	Multiple Portfolios	MF-AGG		8,300,000	1.19	0	09/30/26

10 Legnagyobb tulajdonos, Forrás: Bloomberg

Martin Vohánka, alapító és vezérigazgató birtokolja a vállalat 47,3%-át (a Couverina Business SRO és saját számlán keresztül) ami kifejezetten pozitív, hiszen a vezérigazgató a legnagyobb tulajdonos is, így a részvényesekkel egyezik az érdeke. Ez alapvetően növeli a menedzsment hitelességét és csökkenti a menedzsment működéséből származó kockázatokat.

Egészen mostanáig a tulajdonosi szerkezet legnagyobb hátránya az volt, hogy a TA Associates magántőkealap (private equity) 2015 óta az egyik legnagyobb befektető volt, és a tőzsdére vitel utáni részletekben való kiszállása miatt folyamatosan eladói nyomást helyezett a részvényárfolyamra, mely visszariasztotta az intézményi befektetőket. 2026 októberében azonban a private equity cég felgyorsított könyvépítési eljárás keretében értékesítette a vállalatban lévő teljes maradék részesedését intézményi befektetők számára, így a private equity eladói nyomás fenyegetése elmúlt, megnyitva a teret további intézményi szereplők beáramlásának. A tulajdonosi szerkezetből fakadó kockázat tehát csökkent.

Az iráni konfliktus és megemelkedett energiaárak valódi csődkockázatot jelentenek az európai fuvarozószegmens számára, így az Eurowag kockázata is megnő hiszen a vállalat ezt a szegmenst

finanszírozza. A vállalat saját elmondása szerint azonban ők ezt a környezetet kihasználják új ügyfelek akvirálására, akik bajba jutottak és finanszírozásra szorulnak. A menedzsment szerint a 2008-as és a Covid környezetet is sikeresen ki tudták használni, anélkül, hogy a fundamentumok elromlottak volna. A vállalat szerint, mivel ők látják a fuvarozók teljes üzletmenetét a bankokkal szemben, pontosabb képet tudnak kapni az adóskockázatokról mint más pénzügyi intézmény. Ennek a tudásnak a birtokában, az Eurowag finanszírozást nyújt a fuvarozóknak, míg a vállalatnak diverzifikált pénzügyi intézetek nyújtanak finanszírozást.

Az elmúlt években az EBITDA növekedése jóval kisebb mértékben jelent meg a nettó profitban. Ennek hátterében egyrészt a platformfejlesztésekből származó amortizáció, másrészt az akvizíciók finanszírozási és számviteli hatása állt. A sikerességi tézissel szemben ugyanakkor nem szabad figyelmen kívül hagyni a versenyt.

A legfőbb vetélytárs a DKV lényegesen nagyobb üzemanyag-elfogadó hálózattal és komoly méretelőnnyel rendelkezik. A vállalat maga is úgy érvel, hogy a DKV alapvetően egy üzemanyagkártya elfogadó hálózat köré építi szolgáltatásait, míg a Corpay/Fleetcor fókusza inkább a fizetéseken van. A Eurowag ezzel szemben integrált munkafolyamatot próbál kínálni. A befektetőnek azonban nem azt kell eldöntenie, hogy ez jól hangzik-e.

A kérdés az, hogy az integráció valóban olyan ügyfélértéket teremt-e, amely tartósan magasabb penetrációt, alacsonyabb lemorzsolódást és magasabb ügyfelenkénti bevételt eredményez. Ez a tézis egyik legfontosabb végrehajtási kockázata.

Alacsonyabb megtérülés a múltban: akvizíciók és platformépítés

A Eurowag az elmúlt években jelentős összegeket fordított felvásárlásokra és saját technológiai fejlesztésekre, amelyek megtérülése még nem jelent meg teljesen a profitban.

2025-ben az EBIT €65 millió volt, amely 21%-os adókulccsal körülbelül €51,4 millió NOPAT-ot (adózás utáni működési profit) jelent. Az átlagos befektetett tőke (adósság + saját tőke) mintegy €518 millió volt, így a klasszikus ROIC (befektetett tőkén elért megtérülés) mindössze 9,9% körül alakult.

Ez elsőre nem kiemelkedő. A mérlegben azonban körülbelül €270 millió goodwill (pozitív cégérték, ~a felvásárlásokért fizetett prémium) és €511 millió immateriális eszköz szerepelt, nagyrészt a korábbi felvásárlások következtében. A múltbeli tőkeallokáció megítélésekor ezeket figyelembe

kell venni, hiszen az akvizíciókra elköltött pénz valódi részvényesi tőke. A jelenlegi üzlet organikus megtérülését vizsgálva azonban a goodwill kiszűrésével az operatív ROIC már 21% körüli lehet.

A másik jelentős beruházás a saját fejlesztésű szoftver, elsősorban a Eurowag Office kiépítése volt. A fejlesztési költségek jelentős részét a vállalat aktiválta (feltőkésítette és nem mutatta ki költségként), majd több év alatt amortizálja.

A beruházási ciklus korábbi szakaszában az aktivált K&F (kutatás-fejlesztés) jelentősen meghaladta az amortizációt, ezért egyszerre nőtt a szoftvereszköz-állomány és a jövőbeni amortizációs teher. 2025-re azonban a két érték már közel került egymáshoz: körülbelül €41 millió aktivált K&F állt szemben ~€37,5 millió szoftveramortizációval.

Ez arra utal, hogy a kapitalizált szoftverállomány növekedése lassulhat. A beruházási ciklus ugyanakkor még nem ért teljesen véget: 2026-ra a menedzsment továbbra is €50 millió alatti kapitalizált K&F-vel számol.

Az alaptézis nem az amortizáció eltűnése, hanem az, hogy lényegesen lassabban nő majd, mint az EBITDA, így elindulhat a profitnövekedés.

Monetizációs fázis: az EBITDA növekedéséből végre EPS és cash flow lehet

Az elmúlt években az EBITDA növekedése azért nem jelent meg hasonló mértékben a nettó profitban, mert a platformfejlesztés mellett az akvizíciók is jelentős terhet okoztak.

Különösen fontos volt az Inelo felvásárlása, amely stratégiailag jelentősen bővítette a Eurowag flotta- és munkaidő menedzsment képességeit, ugyanakkor a finanszírozásához felvett adósság jelentősen megemelte a nettó adósságot és a kamatköltséget. Emellett a megszerzett ügyfélkapcsolatok és egyéb immateriális eszközök újabb amortizációt is generáltak.

A múlt eredménydinamikája ezért leegyszerűsítve így nézett ki:

EBITDA-növekedés → magasabb K&F- és akvizíciós amortizáció + az Inelo-adósság magasabb kamatköltsége → jóval kisebb nettóprofit- és EPS-növekedés (stagnálás)

Ez a következő években megfordulhat.

Ha nő a kamionállomány, a penetráció, az egy ügyfél által használt termékek száma és a visszatérő bevétel, miközben nincs újabb Inelo méretű akvizíció, akkor a már kiépített infrastruktúra nagyobb

bevételt és EBITDA-t tud termelni anélkül, hogy az amortizációnak és a kamatköltségnek hasonló ütemben kellene növekednie.

Ráadásul az erősebb cash flow adósságcsökkentésre fordítható, ami idővel már csökkenő kamatköltséget eredményezhet.

A jövőbeli eredménydinamika így már kedvezőbb lehet:

- EBITDA-növekedés
- lassabban növekvő amortizáció
- stabilizálódó vagy csökkenő kamatköltség
- gyorsabb nettóprofit
- cash flow-növekedés

A 2021-2025 közötti időszak lényegében a beruházási fázis volt: a Eurowag megvette az Inelót és más technológiákat, adósságot vett fel, és felépítette a Eurowag Office platformot. 2026-2029 ezzel szemben a betakarítási fázis lehet: ugyanaz az eszközbázis egyre nagyobb EBITDA-t termelhet, miközben az amortizáció növekedése lassul, az adósság és a kamatteher csökkenhet.

A következő fázis lényege ezért nem pusztán az EBITDA növekedése, hanem annak jobb konverziója: az inkrementális EBITDA egyre nagyobb része juthat el a nettó profitig és a szabad cash flow-ig.

Mi ronthatja el a történetet?

A bull tézis mellett négy kockázatot kell komolyan venni.

1. Túl ambiciózus penetráció: A modell 2035-re közel 17%-os penetrációt implikál. Ez hatalmas előrelépés a 2025-ös körülbelül 5%-os szintről. Az éves átlagos 20%-os hosszú távú árbevétel növekedés tehát nem „magától” jön, hanem nagyon komoly piaci részesedésszerzést feltételez.
2. Az integráció nem hozza a várt keresztértékesítést: Önmagában attól, hogy nyolc termék létezik, az ügyfél nem fog nyolcat megvásárolni. A 2,8 termék/kamion mutató érdemi emelkedése a tézis fontos bizonyítéka lenne.
3. A nagy versenytársak reagálnak: A DKV már maga is elindult a flottamenedzsment irányába. Vagyis a Eurowag platformstratégiája nem feltétlenül marad tartósan differenciált, ha a vetélytársak is megpróbálnak kijönni egy integrált platform megoldással.

4. Tőkeallokáció: A korábbi akvizíciók miatt jelentős goodwill és immateriális eszköz került a mérlegbe.

Éppen ezért fontos lenne, hogy a következő évek értékteremtése elsősorban organikus növekedésből, haszonkulcs-növekedésből, szabad cash flowból és adósságcsökkentésből érkezzen, ne egy újabb agresszív felvásárlási ciklusból.

Mire érdemes figyelni befektetőként?

A következő évek eredményeiben nem pusztán az árbevétel növekedését érdemes nézni.

A tézis validálásához öt teljesítménymérték a legfontosabb:

- kamionállomány
- penetráció
- értékesített termék/kamion
- EBITDA- és a profitmarzs
- szabad cash flow és adósságpálya.

Ha a kamionállomány valóban az 1 milliós 2031-es cél felé halad, közben a 2,8-as termék/kamion mutató emelkedik, és mindez haszonkulcsjavulással és valódi szabad cash flow termeléssel jár együtt, akkor a platformtézis számszerűen is bizonyítást nyer.

Ha viszont a kamionállomány nő, de az egy ügyfélre jutó monetizáció és a cash-flow nem javul megfelelően, akkor sokkal inkább egy alacsonyabb minőségű fizetési/ üzemanyag üzletről beszélünk, mint valódi platformról.

Összegzés: a Eurowag lényegében egy platformfogadás

A befektetési tézis arról szól, hogy a vállalat az elmúlt évtized felvásárlásaiból és beruházásaiból képes-e egy egységes, magas hozzáadott értékű platformot létrehozni, majd azt sokkal nagyobb ügyfélbázison monetizálni.

A kiinduló európai penetráció alacsony, miközben a menedzsment ambíciója jelentős. A modellünk azt mutatja, hogy jelentős penetrációnövekedés és mérsékelt kamiononkénti árbevétel emelkedés mellett rendkívül magas, hosszú távú eredménynövekedési pálya is indokolható. Amennyiben a vállalat sikerrel jár küldetésében, a részvényárfolyamban jelentős felértékelődési potenciál lehet, jelentősen túlteljesítve a részvénypiaci indexeket.

De ezt nem lehet készpénznek kezelni. Éppen ellenkezőleg: ez a befektetési hipotézis, amit negyedévről negyedévre tesztelni kell.

A jelenlegi, nagyjából 10%-os ROIC még magán viseli az akvizíciós múlt terheit. Ha azonban az integrációs és beruházási ciklus valóban lelassul, és a meglévő eszközbázis egyre több árbevételt és cash flow-t termel, akkor a következő években jelentősen javulhat a vállalat tőkemegtérülése.

Ez az Eurowag valódi aszimetriája: a piacnak nem kell elhinnie a teljes 2035-ös víziót ahhoz, hogy a befektetés működjön. Ha a vállalat nem képes érdemben növekedni, a jelenlegi árazás akkor is fair érték körül van (6,9 EV/EBITDA). Vagyis a vállalat a jelenlegi ügyfélbázisával is a piaci árazásnak megfelelő eredményt termel. Viszont a hosszú távú felértékelődés akkor válik igazán jelentőssé, ha bebizonyosodik, hogy az Eurowag nem egyszerűen több szolgáltatást ad el a fuvarozóknak, hanem ténylegesen a működésük egyik központi digitális platformjává válik, illetve eltudják kezdeni monetizálni a korábbi beruházásokat és felvásárlásokat.



Eurowag részvény árfolyam, forrás: Bloomberg

Cégnév: Eurowag Group Plc. *Ticker: EWG (LSE*

Alkalmazottak: 1989 (2025.12.31)

CEO: Martin Vohánka

CFO: Oskar Zahn

COO: Felipe Alves

Piaci kapitalizáció: 860 millió EUR.

Központ: Csehország, Prága.

Székhely: London

Alapítva: 1995